

Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft
Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V.*

Analyse der für die Entwicklung eines Buy-out-Marktes notwendigen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von MBOs

1. Einleitung

Buy-outs haben in den vergangenen Jahren in den USA, Großbritannien und anderen europäischen Staaten wie Frankreich oder den Niederlanden eine teilweise stürmische Entwicklung genommen, was sich in Zahl und Volumen der Transaktionen widerspiegelt¹. Zwar ist auch in der Bundesrepublik Deutschland in letzter Zeit eine steigende Tendenz zu verzeichnen, doch sind wir im Hinblick auf die Entwicklung eines Buy-out-Marktes wohl noch als „Schwellenland“ zu bezeichnen². Diese Beobachtungen sind Ausgangspunkt für die Frage, welche Bedingungen für die Entwicklung eines Buy-out-Marktes vorliegen müssen.

Zu Beginn ist es notwendig, die relevanten Begriffe *Management Buy-out* (MBO) und *Leveraged Buy-out* (LBO) zu definieren (Teil 2).

Teil 3 mit einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung von Buy-outs soll Aufschluß darüber geben, wie Buy-outs unter diesem Aspekt zu beurteilen und ob sie gegebenenfalls entwicklungswürdig sind.

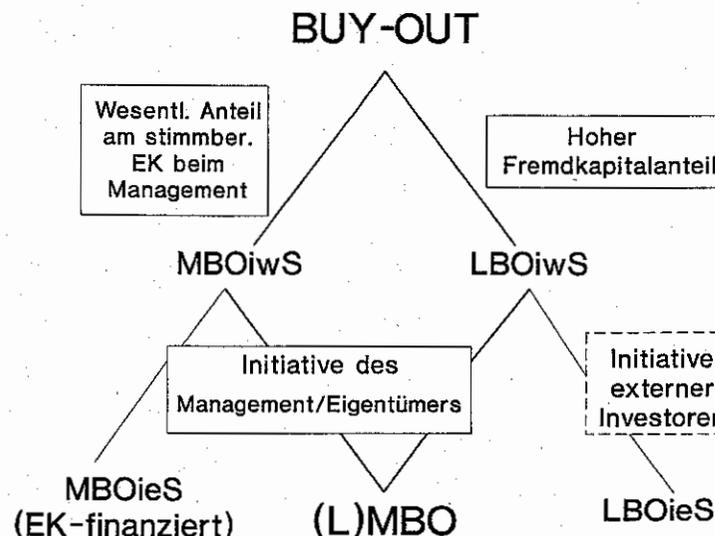
Teil 4 betrachtet kurz die Gründe, warum Verkäufer, Käufer und Financiers sich in einem MBO engagieren, bevor in Teil 5 auf die einen MBO begünstigenden Merkmale eines Unternehmens eingegangen wird.

* Unter Mitarbeit von Dr. Klaus H. Arntz, Ruhrgas AG, Essen; Dipl.-Ökonom Michael Brückner, Ruhr-Universität, Bochum; Dipl.-Kfm. Friedrich Dippel, VEBA AG, Düsseldorf; Dipl.-Kfm. Wolfgang Fenselau, Henkel KGaA, Düsseldorf; Prof. Dr. Gottfried Giese, Unternehmensberater, Bielefeld; Dr. Norbert Irsch, Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; RA Klaus Meyer, Bayer AG, Leverkusen; Dr. Rolf Pöblig, Franz Haniel & Cie. GmbH, Duisburg; Dr. Hansfriedrich Sage, Hüls AG, Marl; WP StB Dipl.-Ökonom Hermann Schaum, WP-Gesellschaft Schaum, Polzin & Partner, Frankfurt; Dipl.-Volksw. Dipl.-Kfm. Bernhard Schippers, Gerling-Konzern Zentrale Verwaltungs-AG, Köln; Dipl.-Volksw. Claus Schmidt, Westfalenbank AG, Bochum; Dr. Ulrich Steins, Fried. Krupp GmbH, Essen; Prof. Dr. Joachim Süchting, Ruhr-Universität, Bochum; Dipl.-Kfm. Helmut R. Tacke, Wuppertal; Dipl.-Kfm. Horst Westphal, Bielefeld.

1 Vgl. Chiplin, B./Coyne, J./Wright, M.: Management Buy-outs: The Prospects in Continental Europe, A Ten Country Study, o. J., S. 5-8, 16-19, 21 f.; Cohen, E.: Fruit for the picking, in: The Banker, Vol. 139, No. 760, Juni 1989, S. 72 f.

2 Vgl. o. V.: „Buy-out Geschäft hat sich eindrucksvoll entwickelt“, in: Handelsblatt, Nr. 44, 2. 3. 1989, S. 22.

Abbildung 1: Definitionskriterien



Hauptteil 6 soll mit einer Analyse der Situation in den USA und Großbritannien, der allgemeinen Charakteristika der dort durchgeführten Transaktionen sowie einigen rechtlichen und vor allem finanzierungstechnischen Aspekten überleiten zu den Verhältnissen in der Bundesrepublik Deutschland.

In diesem Hauptteil 7 werden wichtige Rahmenbedingungen hierzulande aufgegriffen und ihre Einflüsse auf MBOs untersucht, um dann zu einer Bestandsaufnahme zu gelangen, in welchen Bereichen sich entweder durch wirtschaftspolitisch induzierte Veränderungen oder durch marktmäßige Weiterentwicklung das Instrument des MBO stärker verbreiten kann.

2. Definitionen und Abgrenzungen

Die für die nachfolgenden Ausführungen wichtigen Begriffe sind Management Buy-out und Leveraged Buy-out. Ist von Buy-outs die Rede, so soll dieser Ausdruck als Oberbegriff dienen. Er findet dann Anwendung, wenn es um allgemeine Aussagen geht.

Der Zusammenhang von MBO und LBO ist in Abbildung 1 skizziert. Dabei basiert die Eingrenzung des MBO-Begriffes auf drei Kriterien³:

- Wesentlicher (im allgemeinen überwiegend fremdfinanzierter) Anteil am stimmberechtigten Eigenkapital beim Management;
- Deutliche Erhöhung der Unternehmensverschuldung zur Finanzierung der Transaktion;

3 Vgl. Chiplin, B./Coyne, J./Wright, M.: a. a. O., S. 33.

– Initiative zur Durchführung der Transaktion beim Eigentümer oder Management.

Generell handelt es sich bei einem Buy-out um einen Unternehmenskauf, d. h. um einen Gesellschafterwechsel. Unternehmen kann hierbei als selbständiges Unternehmen, als Unternehmensbereich, aber auch als Tochtergesellschaft eines Konzerns verstanden werden.

Die Beantwortung der Frage nach der Höhe der Eigenkapitalbeteiligung des Managements oder dem Ausmaß der Verschuldung gibt Aufschluß darüber, ob ein MBOiWS oder ein LBOiWS vorliegt. Hier besteht die Schwierigkeit zu beurteilen, wann von einer „wesentlichen“ Managementbeteiligung bzw. von einer „deutlichen“ Erhöhung der Unternehmensverschuldung gesprochen werden kann. Eine Orientierungshilfe könnte z. B. der Vergleich mit den entsprechenden Relationen vor der Transaktion bzw. mit durchschnittlichen Branchenwerten geben.

Die Höhe des Eigenkapitalanteils des Managements ist nicht in jedem Fall entscheidend. Falls das Management entsprechend seiner meist relativ schwachen Finanzkraft nur eine Minderheitsquote erwirbt, kann es aufgrund interner Vereinbarungen mit den übrigen Eigentümern in seinem Entscheidungsspielraum dennoch so gestellt werden, wie dies sonst nur mit einem höheren Eigenkapitalanteil möglich wäre.

Bei einem LBOiES geht die Initiative von externen Investoren aus, und die Finanzierung erfolgt unter sehr hohem Fremdmittelleinsatz⁴. Die Manager zu Beginn eines solchen LBO am Eigenkapital zu beteiligen, ist zwar üblich, um deren Insiderwissen zu nutzen⁵, aber nicht zwangsläufig Bestandteil einer solchen Transaktion. Weiterhin ist der zwar vorstellbare, aber in der Praxis wohl selten anzutreffende Fall des vollständig mit Eigenkapital finanzierten MBO (=MBOiES) zu nennen.

Der Normalfall ist der Leveraged Management Buy-outs (LMBO), bei dem ein „wesentlicher“ Eigenkapitalanteil des kaufenden Managements mit einer deutlich gestiegenen Unternehmensverschuldung zusammentrifft. Der Begriff LMBO findet sich auch gelegentlich in der Literatur⁶; in der Praxis und den weiteren Ausführungen ist bei Verwendung des Begriffes MBO der LMBO gemeint.

3. Gesamtwirtschaftliche Betrachtung von MBOs

3.1 Wettbewerb

Auch in der Bundesrepublik Deutschland ist eine zunehmende Unternehmenskonzentration festzustellen. Vor allem große, häufig multinational tätige Unternehmen haben

sich als rege Aufkäufer auch mittelständischer Betriebe gezeigt⁷. Setzt man voraus, daß die Erhaltung der mittelständischen Unternehmensstruktur aus ordnungs- und wettbewerbspolitischen Gründen für die deutsche Volkswirtschaft wichtig ist⁸ und einem Konzentrationsprozeß entgegengewirkt werden soll, so können MBOs dazu beitragen, daß Unternehmen selbständig bleiben und deren Zahl insoweit nicht abnimmt. Es kann sogar zu einer Erhöhung der Zahl selbständiger Unternehmen kommen, wenn Konzernbestandteile aufgrund strategischer Überlegungen⁹ oder kartellrechtlicher Auflagen¹⁰ herausgelöst und verselbständigt werden. Auch können MBOs im Rahmen der Privatisierung von Staatsunternehmen und Kommunalbetrieben eingesetzt werden¹¹.

3.2 Ressourcen

Es wird vermutet, daß das Management nach einem MBO eines bislang unselbständigen Konzernbereiches die zur Verfügung stehenden Ressourcen besser nutzt¹². So werden die neuen Manager/Eigentümer z. B. von langen, zeitaufwendigen Entscheidungswegen in einem Konzern befreit und können mit der neu entstandenen kleineren Einheit nicht nur schneller und flexibler operieren, sondern auch in der neuen unternehmerischen Selbständigkeit kostengünstiger wirtschaften.

Zu einer Ressourcenverschwendung kann es kommen, wenn das Unternehmen zwar keine pauschalen Konzernumlagen mehr zu tragen hat, aber die bislang von den zentralen Stellen in Anspruch genommenen Leistungen nun teurer einkaufen oder selbst erbringen muß. Relativ rasch vorgenommene wiederholte Käufe und Verkäufe ein- und desselben Unternehmens mit der Folge, daß langfristige Strategien nicht oder nur unvollständig realisiert werden können, sowie mögliche Unternehmenszusammenbrüche aufgrund zu hoher Verschuldung nach einem durchgeführten MBO müßten ebenfalls in eine gesamtwirtschaftliche Ressourcenbetrachtung einbezogen werden.

3.3 Arbeitsplätze

Eine Untersuchung über die Auswirkung von MBOs in Großbritannien¹³ auf die Entwicklung der Zahl der Arbeitsplätze in diesem Unternehmen hat gezeigt, daß es

4 Vgl. Groeben, F. Graf von der: Management Buyout, in: ZfgK, 41. Jg., Nr. 7/1988, S. 266–268, hier S. 266f.

5 Vgl. Groeben, F. Graf von der: Voraussetzungen für einen erfolgreichen Management Buyout, in: Dokumentation, Management Buy-out Kongreß, Neuss, 1./2. März 1988, S. 34–41, hier S. 34.

6 Vgl. Hartmann, J.: Der Markt für Unternehmensverkäufe wird auch in Deutschland immer größer, in: Handelsblatt, Nr. 144, 29./30. 7. 1988, S. 32; Fanselow, K.-H.: Management-Buy-Out – ein Weg in die Selbständigkeit, in: ZfgK, 40. Jg., Nr. 15/1987, S. 696–700, hier S. 696; Lerbinger spricht von „Management LBO“: Lerbinger, P.: Unternehmensakquisition durch Leveraged Buy Out, in: Die Bank, Heft 3, 1986, S. 133–142, hier S. 133.

7 Vgl. Lenius, M.: Die Übernahmewelle erreicht neue Rekordhöhen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 251, Jahresabschluß-Ausgabe 1988, S. 24.

8 Vgl. Fischer, H.: „Unbürokratisch für nötiges Innovationskapital sorgen“, in: Handelsblatt, Nr. 220, 15. 11. 1988, S. 16; Ringel, J.: Eigenkapitalfinanzierungen für mittelständische Unternehmen, in: Sparkasse, 105. Jg., Nr. 4/1988, S. 151–155.

9 Vgl. Martin, A.: Management buy-out, in: WiSt, Heft 5, Mai 1988, S. 247–249.

10 Vgl. Beispiel des MBO von „Loewe-Opta“: Gatermann, M./Klein, R.: Auf eigene Rechnung, in: manager magazin, 16. Jg., Nr. 11/1986, S. 250–260, hier S. 255; Lamparter, D. H.: Den Löwen gepackt, in: Management Wissen, Nr. 2/1989, S. 20–26, hier S. 20.

11 Vgl. dazu das Beispiel „National Bus Co.“ in Großbritannien, in: Spicer & Oppenheim (Hrsg.): Management Buy-out Update, Nr. 5, Juni 1988, S. 2.

12 Vgl. Thompson, R. S./Wright, M.: Markets to Hierarchies and Back Again: The Implication of Management Buy-outs for Factor Supply, in: Journal of Economic Studies 14, 3, S. 5–22.

13 Vgl. Thompson, R. S./Wright, M.: a. a. O., S. 16.

(außer im Falle des Kaufes von Familienunternehmen¹⁴) zum Verlust von Arbeitsplätzen gekommen ist. Allerdings sind in dieser Untersuchung auch Unternehmen enthalten, bei denen sonst nur die Schließung oder der Konkurs in Betracht gekommen wären. Insofern hat hier der MBO zu einer Sicherung der verbliebenen Arbeitsplätze beigetragen. Einer amerikanischen Untersuchung aus jüngster Zeit ist zu entnehmen, daß die Zahl der Arbeitskräfte im dritten Jahr nach einem LBO angestiegen ist. Es wird festgestellt, daß es im Verwaltungsbereich zu einem Abbau von Arbeitsplätzen gekommen ist, der allerdings durch einen Ausbau im unmittelbar produktiven Bereich überkompensiert wurde¹⁵.

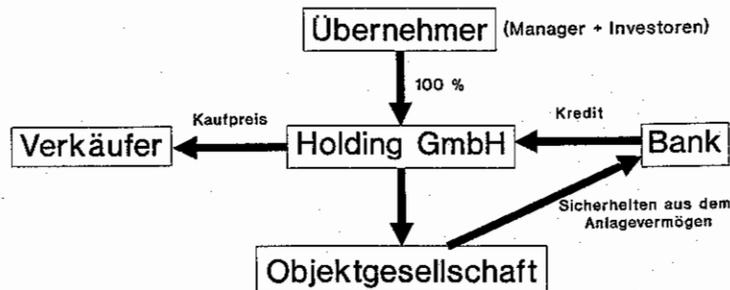
Für einen Konzern kann es aus Imagegründen vorteilhaft sein, ein Tochterunternehmen oder einen Unternehmensteil – selbst unter Einräumung erheblicher Erleichterungen (z. B. Preisnachlässe) für das kaufende Management – abzugeben, wenn auf diese Weise die mit der Weiterführung des Unternehmens verbundenen nicht unerheblichen Kosten eines Sozialplanes oder negative Schlagzeilen bei einer sonst erforderlichen Schließung des Betriebes vermieden werden können.

4. MBO-Beteiligte und ihre möglichen Motive

Beim MBO lassen sich drei Beteiligte – Verkäufer, Käufer und Financiers – unterscheiden. Diese wirken bei einer in der Bundesrepublik Deutschland häufig angewandten MBO-Technik in der Weise zusammen, daß eine vom Management gegründete und zusammen mit den übrigen Investoren finanzierte GmbH das Zielunternehmen erwirbt.

Abbildung 2a: MBO durch Zwischenschaltung einer Holding

Modell A



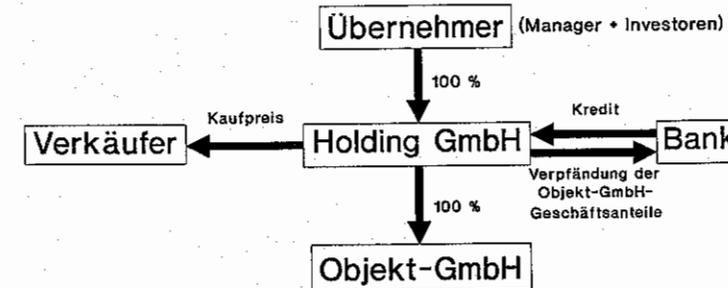
Modifiziert entnommen aus: Kerber, M.C.: Die Übernahme von Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Buy-Out-Verfahren, in: Wertpapiermittellungen, 43. Jg., Nr. 13/1989, S. 474

14 Der Grund für diese Entwicklung kann möglicherweise darin liegen, daß der Alt-Eigentümer aus Risikoüberlegungen heraus vor dem Verkauf des Unternehmens keine umfangreichen Investitionen und Neueinstellungen mehr vorgenommen hat.

15 Vgl. Kramer, J.: Buy-outs in Deutschland, in: Zfgk, 42. Jg., Nr. 20/1989, S. 955.

Abbildung 2b: MBO durch Zwischenschaltung einer Holding

Modell B



Modifiziert entnommen aus: Kerber, M.C.: Die Übernahme von Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Buy-Out-Verfahren, in: Wertpapiermittellungen, 43. Jg., Nr. 13/1989, S. 474

Bei der Abbildung 2a handelt es sich um einen asset-deal, bei dem das Anlagevermögen des Zielunternehmens erworben wird und hieraus die Kreditbesicherung erfolgt. Bei der Abbildung 2b liegt ein share-deal vor, bei dem die Geschäftsanteile der Objekt-GmbH der Besicherung des Kredites dienen. Falls dem Kreditgeber die Verpfändung der Objekt-GmbH-Geschäftsanteile nicht genügt und darüber hinaus Vermögensteile der Objekt-GmbH selbst als Besicherung dienen sollen, ist zu beachten, daß nicht gegen das „Verbot der Einlagenrückgewähr“ (gemäß §§ 30 ff. GmbHG und 57 AktG) verstoßen wird, denn das Vermögen einer Gesellschaft soll den Gläubigern der Gesellschaft und nicht den Gläubigern der Gesellschafter haften.

Die anschließende Strukturierung der beiden Gesellschaften ist je nach Zielsetzung insbesondere unter steuerlichen Gesichtspunkten genau zu prüfen, sei es, daß

- die Holding-GmbH als Holding weiter existiert und die Objekt-GmbH mittels Organschaft anbindet,
- beide Unternehmen fusioniert werden oder
- die Aktiva aus der Objekt-GmbH ausgekauft werden, um dann eine ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung – ohne Wirkung für die Gewerbesteuer – vornehmen zu können.

Im folgenden werden die wichtigsten Motive aufgeführt, aus denen heraus sich die genannten Gruppen engagieren¹⁶.

4.1 Verkäufer

Ein Konzern kann sich aufgrund rein ertragsorientierter Motive zum Verkauf eines Tochterunternehmens bzw. Unternehmensbereiches entschließen, weil die Erträge

16 Vgl. Moschner, M.: Management Buy-Out II, Beteiligte und Strategien, in: Österreichisches Bankarchiv, 36. Jg., Heft 12/1988, S. 1218–1224, hier S. 1218f.

hinter den Erwartungen zurückgeblieben oder die durch den Erwerb bzw. den Aufbau des entsprechenden Bereichs beabsichtigten Synergieeffekte nicht eingetroffen sind. Die durch den Verkauf freigesetzte Liquidität könnte dann zur Finanzierung ertragsstärkerer Investitionen genutzt werden.

Möglich ist auch, daß ein Konzern Unternehmensbereiche verkauft, obwohl deren Erfolgswentwicklung durchaus den Erwartungen entspricht. Hierbei geht es in erster Linie um Geschäftsfeldbereinigungen, d. h. das Abstoßen von Randaktivitäten („going back to core business“). Des Weiteren kann ein Unternehmensbereich nicht oder nicht mehr zur Unternehmensstrategie passen¹⁷. Auch die Kollision einer Geschäftsfeldaktivität mit einem bestehenden oder angestrebten Konzernimage kann der Auslöser für einen Verkauf sein¹⁸.

Ein Grund für einen mittelständischen Unternehmer, sein Unternehmen zu verkaufen, mag in dem Fehlen eines unternehmerisch geeigneten familiären Nachfolgers bestehen. Daß ein solcher Verkauf auch mittels MBO erfolgt – obwohl ein interessiertes Großunternehmen möglicherweise einen höheren Preis als das Management zu zahlen bereit wäre – ist nur mit nicht-ökonomischen Motiven zu erklären. Für den Unternehmenseigentümer mag es wichtiger sein, daß das Unternehmen in selbständiger Form (Stichwort: Lebenswerk), unter Beibehaltung des alten Namens und durch langjährig bewährte und gegebenenfalls befreundete Manager, weitergeführt wird.

4.2 Käufer (Management)

Auch hier kann zwischen primär ertragsorientierten und nicht-ökonomischen Motiven unterschieden werden. Zu den erstgenannten zählt generell die Hoffnung auf steigende Periodengewinne aufgrund des bereits erwähnten flexibleren Operierens am Markt und des kostengünstigeren Wirtschaftens. Ein weiteres sehr starkes Motiv ist die Chance, über einen hohen Wiederveräußerungsgewinn persönliches Vermögen aufzubauen, wenn das Unternehmen mittels Börseneinführung, erneutem MBO oder Verkauf wieder abgegeben wird.

Die Frage, warum ein gut bezahltes deutsches Management, das – im Vergleich z. B. zu amerikanischen Kollegen – umfangreiche soziale Absicherungen zugesprochen erhält, trotzdem den risikoreichen Schritt in einen MBO wagt, kann nicht allein mit finanziellen Motiven beantwortet werden. Unternehmerische Selbständigkeit¹⁹, die Befreiung von Konzernvorschriften und -kontrollen sowie die Möglichkeit der Realisierung eigener Ideen dürften ebenfalls eine Rolle spielen.

17 Assmann spricht in diesem Zusammenhang von „Unternehmens-Streamlining“: Assmann, H.-T.: Motivationsschub durch erhöhte Freiheit, in: Blick durch die Wirtschaft, 30. Jg., Nr. 158, 20. 8. 1987, S. 1.

18 In den meisten Fällen spielen wohl mehrere Motive eine Rolle, die sowohl einen finanziellen Hintergrund haben können als auch im Bereich von Imageüberlegungen angesiedelt sind. Ein Beispiel hierfür stellt der MBO der Jaso-Küchenmöbel GmbH dar. Dieses Unternehmen paßte von der Marktstellung, der Größe und dem Wachstumspotential her nicht in das strategische Konzept des Eigentümers, der Batig-Holding. Außerdem machte das Unternehmen Verluste. Da aus Imageüberlegungen heraus eine Schließung vermieden werden sollte – der Betrieb liegt im strukturschwachen Ostfriesland – wurde er durch die Batig auf finanziell gesunde Füße gestellt und im Rahmen eines MBO abgegeben. Vgl. Gatermann, M./Klein, R.: a. a. O., S. 260.

19 Vgl. Otto, W., Piper Generalvertretung Deutschland AG, in: Dokumentation, 2. Management Buy-Out Kongress, Neuss, 1./2. März 1989, S. 48–55, hier S. 49; Moschner, M.: Management Buy-Out II, a. a. O., S. 1218.

4.3 Financiers (Investoren/Kreditinstitute)

Die verschiedenen Investoren-Gruppen, die sich mit Eigenkapital bei einem MBO beteiligen, sind im Gegensatz zu den Kreditinstituten in erster Linie an einer Wertsteigerung ihrer Einlage interessiert. Für Kreditinstitute liegt das Motiv in der Regel in der Möglichkeit der Intensivierung des Provisionsgeschäftes durch Dienstleistungen (Beratung, Vermittlung) und in der Erzielung überdurchschnittlich hoher Zinserträge aus der Fremdfinanzierung. Die Möglichkeit, Veräußerungsgewinne bei späterem Verkauf von Eigenkapitalanteilen zu erzielen, spielt ebenfalls eine – wenngleich untergeordnete – Rolle. Auf jeden Fall eröffnet sich hierdurch eine neue Qualität in der Beziehung Kunde/Kreditinstitut. Insgesamt bietet sich den deutschen Universalbanken die Chance, auf diesem neuen Markt mit der Durchführung nicht alltäglich vorkommender MBO-Transaktionen ihre Leistungsfähigkeit und Kreativität unter Beweis zu stellen.

Die neuen Manager-Eigentümer sollten nicht zu sehr in ihrem Entscheidungsspielraum beengt, und der Katalog zustimmungsbedürftiger Geschäfte sollte so klein wie möglich gehalten werden. Solche Überlegungen veranlassen Unternehmensbeteiligungsgesellschaften dazu, sich mit einem Eigenkapital-Anteil von weniger als 50% zu begnügen. Die Zustimmung zu wichtigen Unternehmensentscheidungen beschränkt sich in erster Linie auf Klauseln zum Minderheitenschutz sowie Mitsprache bei der Bestimmung neuer Geschäftsführer²⁰.

5. Merkmale eines idealen Buy-out-Kandidaten

In vielen Veröffentlichungen zum Thema Buy-out finden sich Kriterienkataloge über Eigenschaften und Merkmale, die ein für einen Buy-out ideal geeignetes Unternehmen mitbringen sollte^{21,22}. Die wichtigsten Kriterien beziehen sich u. E. auf die Qualität des Managements, auf die Bilanz- und Finanzsituation des Unternehmens sowie auf vorhandene Controllingssysteme.

Bei den übernehmenden Managern sollte es sich um erfahrene und erfolgreich tätige Unternehmens-/Betriebsleiter handeln. Der bisher angestellte Manager muß für seine spätere Tätigkeit entsprechende Unternehmereigenschaften aufweisen. Allerdings ist es schwer, solche Eigenschaften an eindeutigen Merkmalen festzumachen. In diesem Bereich bleibt vieles der Erfahrung und persönlichen Einschätzung der Beteiligten überlassen. Die Kooperationsbereitschaft zwischen Belegschaft und Management sollte selbstverständlich sein, damit das finanziell stark belastete Unternehmen nicht noch durch auftretende Probleme zwischen diesen beiden Gruppen gefährdet wird.

20 So auch Groeben, F. Graf von der, 3i Gesellschaft für Industriebeteiligungen mbh, Frankfurt, in der 147. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 2. Juni 1989 in Bochum.

21 Vgl. u. a. Dahm, H.: „LBO's“ eignen sich für viele Unternehmen als Vielzweckwaffe der Finanzierungsstrategie, in: Beilage zum Handelsblatt vom 14. 11. 1985, Nr. 219, S. B 10; Lerbinger, P.: a. a. O., S. 134; v. Brandenstein-Zeppelin, C.: Erfolgskonzept Management Buy-Out, in: Der Betriebswirt, 28. Jg., Nr. 3/1988, S. 8–11, hier S. 9; Moschner, M.: Management Buy-out, in: Österreichisches Bankarchiv, 36. Jg., Nr. 11/1988, S. 1107–1112, hier S. 1110f.; o. V.: Potential für MBO's beim deutschen Mittelstand, in: Börsen-Zeitung, 30. 11. 1988, Nr. 230, S. 27.

22 Vgl. Brückner, M.: Protokoll zum Arbeitskreis 58 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft: Die Übernahme von Unternehmen mittels Management Buy-out und Leveraged Buy-out, Semesterbericht Nr. 29, Bochum, 1989, S. 2–9, hier S. 6.

Die Bilanz- und Finanzanalyse kennt als zentralen Begriff den des freien Cash Flow (also nach Steuern und nach Finanzierung der Investitionen sowie des Nettoumlaufvermögens)²³. Jedoch sollte das Gewicht nicht nur auf die absolute Höhe und die Stetigkeit des zukünftigen Cash Flow gelegt werden. Wichtiger ist seine Prognostizierbarkeit. So muß es nicht ungewöhnlich sein, den MBO eines stark saisonabhängigen Unternehmens zu finanzieren²⁴. Solange die Schwankungen des Cash Flows gut prognostiziert werden können, ist es möglich, die Finanzierung entsprechend flexibel auszurichten. Die Möglichkeit einer steuerlich bedingten Beeinflussung des Cash Flows im Rahmen eines asset-deal über die Verteilung des Kaufpreises auf den Firmenwert und/oder andere steuerlich schneller als 15 Jahre abschreibungsfähige Aktiva ist für die Finanzierung eines MBOs von besonderer Bedeutung. Unerlässlich ist das Vorhandensein effizienter Controllingssysteme im Unternehmen. Diese dienen dazu, die für die Bedienung des Fremdkapitals wichtigen Daten (insbesondere den Cash Flow) möglichst genau, vor allem aber zeitgerecht zu ermitteln.

6. Buy-outs und Buy-out-Bedingungen in den USA und Großbritannien

6.1 Charakteristika der einzelnen Transaktionen

Der Buy-out-Boom (und hier vor allem im Bereich der LBOs) setzte in den USA Anfang der 80er Jahre ein²⁵. In Großbritannien ist ein stärkerer Anstieg der Transaktionszahlen seit etwa 1985 festzustellen²⁶. Jedoch macht es gerade die in den USA nur selten vorgenommene Abgrenzung von MBO- zu LBO-Transaktionen schwer, eindeutige Vergleiche zur Situation in Großbritannien vorzunehmen²⁷. Auch aus dem Grund, daß man nicht von *dem* MBO oder *dem* LBO sprechen kann, da jede Transaktion ihre Besonderheiten aufweist, sind die nachfolgenden Ausführungen eher als Tendenzaussagen zu werten.

MBOs haben in den USA häufig den Charakter eines Nebenproduktes. Bei Fusionen und Übernahmen ist es oft notwendig, sich aus Finanzierungsgründen von einzelnen Unternehmensteilen zu trennen. Neben dem Verkauf an Externe wird auch der MBO durch die bisherigen Bereichs-Manager gewählt. In Großbritannien hingegen ist der MBO eines kompletten und im allgemeinen auch kleineren Unternehmens vorherrschend. Darüber hinaus ist festzuhalten, daß die Initiative zu einem MBO in Großbritannien eher von den Managern ausgeht. In den USA wird der Buy-out hingegen oft von außen initiiert; sei es, wie bereits erwähnt, im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion oder als Abwehrmaßnahme gegen einen feindlichen Übernahmeversuch. Der größere Einfluß externer Gruppen ist auch daran zu erkennen, daß

23 Im Buy-out-Bereich wird in der Praxis auch mit dem sog. EBDIT (Earnings Before Depreciation, Interest, Taxes) gearbeitet. Daraus sind dann Investitionen, Zinsen und Steuern zu bestreiten.

24 Ein Beispiel dafür ist der Management Buy-in (Kauf des Unternehmens durch externe Manager) der Jofrika Kosmetik GmbH, Köln, dem Marktführer im Bereich Karnevalskosmetik, der seinen Jahresumsatz innerhalb von 2-3 Monaten abwickelt, vgl. *Salawski, R.*, Geschäftsführer der Jofrika-Kosmetik GmbH, Köln: Management Buy-in: Noch selten in Deutschland, in: Unterlagen zum Kongreß „Leveraged und Management Buy-outs in Deutschland“, 28./29. 11. 1988, München.

25 Vgl. *Quickel, S.*: Warnings Fail to Dim LBO Dazzle, in: *The Lucrative World of Management Buyouts*, Supplement EuroMoney, December 1986, S. 20-29, hier S. 24.

26 Quelle: Mergers and Acquisitions, verschiedene Ausgaben, zitiert bei: *Chiplin, B./Coyno, J./Wright, M.*: a. a. O., S. 28 und *The Centre for Management Buy-out Research*, Nottingham.

27 Vgl. *DeAngelo, H./DeAngelo, L.*: Management Buyouts of Publicly Traded Corporations, in: *Financial Analysts Journal*, May-June 1987, S. 38-49.

in den USA bei einem Buy-out häufig neu ins Unternehmen kommende Manager beteiligt werden (Management Buy-in, MBI). In Großbritannien war es früher in der Regel so, daß das alte Management erhalten blieb; jedoch ist auch hier ein Trend zum MBI festzustellen²⁸.

Bei der Finanzierung von Buy-outs resultieren die Unterschiede zum überwiegenden Teil aus dem längeren Bestehen des Marktes in den USA und den unterschiedlichen Größenordnungen der Transaktionen. Der bereits oben erwähnte Aspekt des höheren Fremdkapitalanteils bei amerikanischen Transaktionen ging mit der Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente einher, so daß die Finanzierungsstrukturen immer komplexer wurden. Dies liegt auch daran, daß bei größeren Transaktionen mehr Financiers mit unterschiedlichen Interessen involviert sind.

In den USA wurde der Buy-out-Boom der letzten Jahre in erster Linie durch die anhaltend gute Konjunktursituation und ein die Finanzierung erleichterndes niedriges Zinsniveau ermöglicht. Unter diesen Umständen hatten auch die mit hohem Fremdkapitalanteil und entsprechend hohem Risiko finanzierten Buy-outs Erfolg. Es mehren sich jedoch die Stimmen, die davor warnen, diese Entwicklung weiterzuführen, da eine Konjunkturabschwächung und/oder ein Anstieg der Zinsen die eher eng finanzierten Buy-outs in Schwierigkeiten bringen dürften²⁹.

6.2 Einige Buy-out-relevante rechtliche Aspekte

Im amerikanischen Gesellschaftsrecht existieren neben generell für Unternehmensübernahmen geltenden Vorschriften³⁰ auch Buy-out-spezifische Vorschriften³¹, die die Aktionäre vor einer Übervorteilung durch das besser informierte Management schützen sollen. Dies muß Auskunft darüber geben, wer außer ihm den MBO unterstützt, welche unabhängige Partei im Auftrag der Aktionäre mit dem Management verhandelt und ob der Übernahmepreis aus der Sicht unabhängiger Finanzexperten fair ist.

Aus steuerlicher Sicht brachte der „Tax Reform Act 1986“ zunächst Nachteile, da die zuvor für die Versteuerung von Veräußerungsgewinnen auch aus einem Buy-out geltenden geringeren Steuersätze den Normalsätzen angepaßt wurden³². Im August 1989 wurden die Steuern auf capital gains jedoch wieder von 28% auf 15% gesenkt.

Neben den für jede „normale“ Übernahme eines Unternehmens (public company) geltenden Regelungen in Großbritannien³³ finden sich vor allem im „Companies Act“ Vorschriften, die auch im Falle von Buy-outs Anwendung finden (sec. 151-156). Das in diesen Vorschriften enthaltene Verbot der finanziellen Hilfestellung des Zielunternehmens selbst, z. B. mittels Gewährung von Darlehen, Sicherheiten oder Garantien zum

28 Zu den vorhergehenden Äußerungen vgl. *Chiplin, B./Coyno, J./Wright, M.*: a. a. O., S. 5-8.

29 Vgl. o. V.: Lukratives Kreditgeschäft, in: *Handelsblatt*, 10./11. 2. 1989, Nr. 30, S. 9; o. V.: Kreditfinanzierte Leveraged Buyouts drohen das Vertrauen zu untergraben, in: *Handelsblatt*, 30. 6./1. 7. 1989, Nr. 124, S. 9.

30 Hier ist der Securities Exchange Act 1934 (SEA 1934) anzuführen.

31 sec. 13(e)-3 des Williams Act 1968 (Ergänzung zum SEA 1934).

32 Vgl. *Steindel, C.*: Tax Reform and the Merger and Acquisition Market: The Repeal of *General Utilities*, in: *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, Autumn 1986, S. 31-35, hier S. 31.

33 Gemeint sind hier der „City Code on Take-overs and Mergers“ sowie die „Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares“.

Zweck des Aufkaufs eigener Aktien, ist durch neu geschaffene Ausnahmeregelungen allerdings sukzessive ausgehöhlt worden, so daß sich für die Durchführung von Buy-outs praktisch keine ernsthaften Schwierigkeiten mehr ergeben. Darüber hinaus gilt dieses Verbot der finanziellen Hilfestellung nicht für private companies.

Der „City Code“ beinhaltet u. a. Informationspflichten des Managements gegenüber den Aktionären für den Fall eines Übernahmeangebotes (rule 23.2); Pflichten, die auch im Falle eines MBOs Anwendung finden. Hier besteht die Gefahr eines möglichen Interessenkonfliktes für das Management, das einerseits die Aktionäre vollständig aufklären muß, aber aus persönlichen Motiven auch daran interessiert ist, daß nicht alle preisrelevanten – d. h. den Preis erhöhenden – Fakten bekannt werden.

Im Bereich des Steuerrechts sind in Großbritannien Sonderabschreibungsmöglichkeiten für neugegründete Buy-out-Gesellschaften geschaffen worden. Darüber hinaus existiert der von staatlicher Seite eingerichtete Business Expansion Scheme (BES), ein Fonds, der Buy-out-Unternehmen steuerlich begünstigte Mittel zur Verfügung stellt³⁴.

Eine Buy-out-relevante Vorschrift des britischen Arbeitsrechtes³⁵ besagt, daß, falls der Belegschaft (oder Teilen der Belegschaft) des Zielunternehmens die Weiterbeschäftigung angeboten wird, die aufkaufende Gesellschaft dieselben Beschäftigungsbedingungen wie vor dem Verkauf bieten muß. Andernfalls sind Abfindungszahlungen zu leisten³⁶.

6.3 Finanzierung von Buy-outs

Die Finanzierung von Buy-outs unterscheidet sich von der Finanzierung eines „normalen“ Unternehmenskaufes durch einen verhältnismäßig hohen Fremdmiteinsatz. Besonderes Merkmal aller Buy-outs ist, daß im allgemeinen allein das Zielunternehmen als Sicherheit dient („stand-alone financing“).

Die Beteiligten orientieren sich bei der Zusammensetzung der Finanzierungsstruktur und der Besicherung sehr stark an den Bedürfnissen bzw. Absichten der kaufenden Manager. Hat der Financier einen Käufer vor sich, der das Unternehmen in erster Linie als Investition betrachtet und schon nach relativ kurzer Zeit seine angestrebte Rendite durch Verkauf zu realisieren beabsichtigt, kann es gerechtfertigt sein, die Finanzierung großzügiger anzulegen als im Falle eines kaufenden Managers, der das Unternehmen über einen längeren Zeitraum weiterführen möchte.

Finanzierungsinstrumente und -quellen

Der Gesamtfinanzierungsbedarf eines Buy-outs setzt sich vereinfacht aus dem Kaufpreis für das Unternehmen, den Transaktionskosten sowie den umzufinanzierenden bzw. neu zu strukturierenden Krediten des Unternehmens zzgl. der darauf entfallenden Kosten zusammen. Die für MBOs und LBOs eingesetzten Finanzierungsinstrumente lassen sich grob wie folgt einteilen:

34 Wright, M./Coyne, J.: Management Buy-outs, 1985, S. 35 f.

35 Transfer of Undertakings (Protection of Employment) Regulation von 1981; Vorschrift gilt nur für den Fall des „asset deal“, d. h. den Aufkauf von Aktiva des Zielunternehmens. Im Unterschied dazu ist der „share deal“ zu sehen, bei dem Eigenkapitalanteile erworben werden.

36 Vgl. Spicer & Oppenheim: a. a. O., S. 13.

- Senior Debt (klassische Kreditfinanzierung)
- Subordinated Debt (nachrangige Verbindlichkeiten)
- Equity (Eigenkapital)
- Innen-/Folgefanzierung

Auch wenn MBO- und LBO-Transaktionen Unterschiede aufweisen, so werden doch Finanzierungsinstrumente aus dem LBO-Bereich vor allem in den USA auch bei größeren MBOs eingesetzt. Die folgenden Ausführungen basieren vorwiegend auf britischen MBO-Finanzierungen.

Senior Debt

Der Bereich des Senior Debt umfaßt in erster Linie Bankdarlehen, die der Finanzierung des Kaufpreises dienen. Diese werden entweder sofort in ihrer endgültigen Form gewährt oder zunächst als Zwischenfinanzierung („bridge financing“), bis der Kreis der Financiers endgültig feststeht. Über die Kaufpreisfinanzierung hinaus werden üblicherweise auch Kreditlinien eingerichtet, um die Finanzierung des laufenden Geschäftsbetriebes zu gewährleisten. Da zinsvariabel ausgestattete Kredite für das Unternehmen bei steigenden Zinsen eine Gefährdung darstellen können, kommt es oft zum Einsatz von Zinssicherungsinstrumenten wie z. B. Zins-Caps³⁷.

Als Darlehensgeber bieten sich neben den Kreditinstituten auch die Verkäufer an. Die Gewährung dinglich abgesicherter, vorrangiger Verkäuferdarlehen oder Kaufpreisrückstellungen („seller's notes“) kann insofern interessant sein, als der Verkäufer aus einer – im Vergleich zu Banken – anderen Risikoposition und Unternehmensbeurteilung heraus flexibler auf Zins- und Tilgungsvorstellungen des kaufenden Managements eingehen kann. Über die dingliche Sicherung von Senior Debt hinaus ist es vor allem in den USA üblich, die Kreditverträge durch sogenannte „covenants“ (Auflagen) zu ergänzen, z. B. Einhaltung bestimmter Bilanzstrukturen, Erfüllung verschiedener Informationspflichten, Einräumung von Mitspracherechten oder Verzicht auf Dividendenausschüttungen³⁸.

In den USA (bezogen auf LBOs) liegen die Anteile des Senior Debt zwischen 60% und 95% an der Gesamtfinanzierung, wobei die kleineren Transaktionen tendenziell stärker mit Darlehen dieser Art finanziert werden³⁹. Senior Debt stellt auch den Hauptteil der Finanzierung von MBOs in Großbritannien⁴⁰.

Subordinated Debt

Dort, wo die Fremdfinanzierung nicht allein mit Senior Debt erfolgen kann (da die Sicherheiten nicht mehr ausreichen und/oder der größere Kreis der beteiligten Financiers unterschiedliche Rendite/Risiko-Präferenzen hat), erfolgt der Einsatz von Subordinated Debt. Da diese Finanzierungsform beim Konkurs im Range nach der Bedienung des Senior Debt, aber vor dem Eigenkapital rangiert, wird sie zum sogenannten mezzanine financing-Bereich gerechnet. Nachrangige Fremdmittel erwei-

37 Vgl. Crawford, E. K.: A Management guide to Leveraged Buyouts, 1987, S. 53 f.

38 Zur Bedeutung von „covenants“ vgl. Stahl Schmidt, D.: Schutzbestimmungen in Kreditverträgen, 1982.

39 Vgl. Studie der Morgan Bank, Section 3, o. J.

40 Vgl. Wright, M./Coyne, J.: a. a. O., S. 34.

tern aus Sicht der vorrangigen Kreditgeber die Haftungsbasis des Unternehmens und infolgedessen den Rahmen zur Aufnahme gegebenenfalls zusätzlich erforderlicher vorrangiger Fremdmittel. Aus der Sicht des Managements wird eine Finanzierungslücke geschlossen, deren Beseitigung sonst nur über die Aufnahme weiterer Eigenkapitalinvestoren mit entsprechenden Mitspracherechten möglich wäre.

Die Vielfalt potentieller Financiers im Bereich von Subordinated Debt hat eine an deren unterschiedlichen Interessen ausgerichtete Gestaltungsfülle der Finanzierungsinstrumente hervorgebracht. Neben der üblicherweise überdurchschnittlich hohen Verzinsung werden auch Wandlungs- und Optionsrechte auf Eigenkapitalanteile des Unternehmens eingeräumt („equity kicker“). Diese Rechte können je nach Ausgestaltung z. B. im Falle eines going public oder bei Eintreten bestimmter, vor allem negativer Unternehmensentwicklungen greifen, um auf diese Weise den Kreditgebern eine Mitbestimmungsmöglichkeit zu geben und die Manager durch Reduzierung ihres Eigenkapitalanteils zu „bestrafen“. Zur Gruppe des Subordinated Debt zählen auch die (inzwischen in Mißkredit geratenen) „junk bonds“. Dabei handelt es sich um bonitätsmäßig niedrig eingestufte Anleihen. Diese risikoreichen und deshalb auch mit überdurchschnittlich hoher Verzinsung ausgestatteten Anleihen finden in erster Linie bei LBOs Anwendung. Im Bereich der MBOs kommen sie vor allem bei größeren und dann in der Regel stärker fremdfinanzierten Transaktionen zum Einsatz.

Als Financiers kommen in der Hauptsache Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, auf Subordinated Debt spezialisierte Fonds, teilweise Banken (die allerdings die Anleihen oft an ihre Kunden weiterveräußern) sowie die Verkäufer selbst („subordinated seller's notes“) in Betracht⁴¹.

Der Umfang der eingesetzten Fremdmittel (Senior Debt und Subordinated Debt) in Relation zum Eigenkapital betrug bei amerikanischen Transaktionen im allgemeinen 9 bis 10 zu 1 und bei MBOs in Großbritannien etwa 3 bis 5 zu 1.

Equity (Eigenkapital)

In den USA und Großbritannien dominiert die Aktiengesellschaft als Rechtsform; daher bietet sich im Bereich des Eigenkapitals eine relativ umfangreiche Auswahl an Gestaltungsmöglichkeiten an^{42,43}. Das größte Verlustrisiko tragen verständlicherweise die Inhaber der Stammaktien (ordinary shares). Daran schließen sich mit unterschiedlichen Rechten ausgestattete bevorzugte Stammaktien (preferred ordinary shares) sowie Vorzugsaktien (preference shares) an. Diese Rechte können die Kumulierung von Dividenden, die Gewährung von Zusatzdividenden, die Wandlung in ordinary shares oder den Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft betreffen. Die

Inanspruchnahme z. B. des Rechtes auf Umwandlung kann vom Eintritt dazu berechtigender Umstände (etwa Nichteinhalten vorgeschriebener Bilanzstrukturen, Verfehlen von Gewinnzielen) abhängig gemacht werden.

Die gezielte Nutzung dieser Finanzierungsinstrumente erlaubt es, die Höhe der das Unternehmen in den ersten Jahren belastenden Dividendenzahlungen niedrig zu halten oder diese hinauszuschieben, um die dadurch frei werdenden Mittel zum Schuldendienst einzusetzen. Ebenso ist es dem Management möglich, seinen Eigenkapitalanteil durch Kauf von Aktien zu erhöhen. Jedoch können gegebenenfalls auch andere Aktionäre sich die Möglichkeit zur Umwandlung ihrer Vorzugsaktien in vollstimmfähige Stammaktien einräumen lassen, um im Bedarfsfall stärkeren Einfluß auf die Managemententscheidungen zu nehmen.

Als Eigenkapitalfinanciers kommen – neben dem Management – u. a. spezialisierte Fonds, Kapitalbeteiligungsgesellschaften, private Investoren und die Verkäufer in Frage.

Innen-/Folgefiananzierung

Durch die überdurchschnittlich hohe Fremdfinanzierung bei einem MBO hat das betroffene Unternehmen aus dem Cash Flow eine hohe Belastung durch Zins- und Tilgungsleistungen zu tragen. Darüber hinaus müssen aus dem Cash Flow auch weiterhin u. a. die Finanzierung des Umlaufvermögens, notwendige Investitionen sowie etwaige Dividendenzahlungen geleistet werden. Um diese Belastungen tragen zu können, ist es notwendig, durch Maßnahmen der Innen-/Folgefiananzierung für eine Stärkung des Cash Flow zu sorgen. Exemplarisch seien einige wichtige Finanzierungsmaßnahmen aus diesem Sektor aufgeführt:

- Verkauf nicht-betriebsnotwendiger Aktiva zum Zeitpunkt der MBO-Abwicklung bzw. danach.
- Nutzung des Sale/Lease-back-Verfahrens.
- Verschiebung von Steuerzahlungen durch höhere Abschreibungsbeträge aufgrund der Zuschreibung von beim Veräußerer gebildeten stillen Reserven auf Aktiva (nur beim asset-deal).
- Rationalisierungsmaßnahmen in den Bereichen Lagerhaltung, Maschinenauslastung sowie Personal.
- Reduzierung der Zins- und Tilgungsleistungen durch Umstrukturierung der Fremdmittel (z. B. Fristigkeit oder Zinsvariabilität)

7. MBOs in der Bundesrepublik Deutschland

7.1 Bisherige Entwicklung des Marktes

Angaben über Zahl und Größenordnung bislang in der Bundesrepublik Deutschland durchgeführter Transaktionen gehen teilweise weit auseinander. Dies liegt in erster Linie daran, daß nicht jede Transaktion publik gemacht wird. Darüber hinaus wird auch hierzulande nicht eindeutig zwischen MBO und LBO differenziert. Das „Centre for Management Buy-out Research (CMBOR)“ in Nottingham, Großbritannien, gibt für die Bundesrepublik Deutschland für den Zeitraum 1980–1987 50 Transaktionen

41 Vgl. *Quickel, S.*: a. a. O., S. 21. Zu den Verhältnissen in der Bundesrepublik Deutschland vgl. *Süchting, J.*: Nachrangige Verbindlichkeiten in der Kapitalstruktur deutscher Unternehmen?, in: *M. Bierich/R. Schmidt* (Hrsg.): Finanzierung deutscher Unternehmen heute. Diagnose und Vorschläge zur Verbesserung der Kapitalstruktur, 1984, S. 107–116.

42 Vgl. *Wright, M./Coyle, J.*: a. a. O., S. 33–35.

43 Darüber hinaus werden auch Employee Stock Ownership Plans (ESOP) bei der Finanzierung von Buy-outs eingesetzt. Näheres zu ESOPs vgl. *Moschner, M.*: ESOP-LBO, in: Österreichisches Bankarchiv, Nr. 3/1989, S. 310–316; *Brunner, R. F.*: Leveraged ESOPs and Corporate Restructuring, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 1988, Vol. 1, No. 1, S. 54–66; *Chen, A. H./Kensinger, J. W.*: Beyond the Tax Benefits of ESOPs, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 1988, Vol. 1, No. 1, S. 67–75.

an⁴⁴. Die Gesamtzahl durchgeführter Transaktionen bis Ende 1989 wird auf 111 geschätzt. Bezüglich des Kaufpreisvolumens der einzelnen Fälle ist zu vermuten, daß sich ein Großteil im Bereich kleiner bis mittlerer Werte bewegt. Größere Buy-outs im Umfang dreistelliger Millionenbeträge sind bislang die Ausnahme. Hinsichtlich Höhe des Kaufpreises und Zusammensetzung der Finanzierung sind die Beteiligten im allgemeinen zurückhaltend bei der Bekanntgabe von Informationen.

7.2 MBO-Rahmenbedingungen: Beurteilung und Möglichkeiten ihrer Verbesserung

Für die Durchführung von MBOs und die Entwicklung eines entsprechenden Marktes ist es wichtig, wie sich die relevanten Rahmenbedingungen darstellen. Nachfolgend werden einige dieser Bedingungen aufgelistet und auf ihren Einfluß auf MBOs hin untersucht, um schließlich die Entwicklungschancen in der Bundesrepublik Deutschland zu beurteilen:

- Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen
 - Konjunktur-/Zinssituation
 - Unternehmensstruktur
 - Rechtsrahmen
- Informationsstand/Know-how
 - der primär Beteiligten
 - Art und Zahl vorhandener Berater und Spezialisten
- Finanzierungsmöglichkeiten
 - Eigenkapital
 - Fremdkapital
 - Zwischenformen der Finanzierung
 - Innen-/Folgefiananzierung
- Desinvestment-Möglichkeiten
 - Zahl kaufbereiter Unternehmen
 - Akzeptanz und Entwicklung des amtlichen Aktienmarktes
 - Akzeptanz und Entwicklung eines zweiten Aktienmarktes
- Einstellung zu MBOs
 - Allgemeine Bereitschaft, Eigentum/Risiko zu übernehmen
 - Haltung wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger

7.2.1 Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Konjunktur-/Zinssituation

Eine gute Konjunkturlage und damit positive Auswirkungen auf die Unternehmenserfolge bieten die Möglichkeit, Unternehmen zu kaufen und bei entsprechender Wertsteigerung innerhalb eines relativ kurzen Zeitraumes gewinnbringend wieder zu verkaufen. Ein niedriges Zinsniveau verbilligt darüber hinaus die Finanzierung der Transaktion. Trotz der Möglichkeit der Realisierung hoher Veräußerungserlöse in solchen Phasen ist jedoch in der Bundesrepublik Deutschland häufig festzustellen, daß

sich besonders Konzerne von ihren dann florierenden Tochtergesellschaften und Konzernbereichen nur zögernd trennen⁴⁵.

Unter Umständen kann aber auch in einer schwachen Konjunkturphase mit einem Anstieg der MBO-Transaktionen gerechnet werden. Die Unternehmen bzw. Unternehmensteile arbeiten zwar dann im allgemeinen weniger erfolgreich, die anzuhandelnden Kaufpreise dürften aber niedriger ausfallen und somit einen Anreiz für potentielle Käufer darstellen, insbesondere dann, wenn ein gegenüber Konjunkturschwankungen weniger anfälliger Buy-out-Kandidat gewählt und die Finanzierung zunächst weniger belastend angelegt wird.

Unternehmensstruktur

Unter Unternehmensstruktur wird hier die Strukturierung nach Branchen und Unternehmensgrößen verstanden. Die Branchenstruktur spielt eine gewisse Rolle, da sich Sachgüterproduzenten aufgrund der als Sicherheit geeigneten Aktiva (asset-based financing) im allgemeinen besser für Buy-outs eignen als Dienstleistungsunternehmen, deren Finanzierung vor allem auf dem Cash Flow basiert (Cash Flow-based financing) und die eine „Absicherung“ lediglich aufgrund eines vorhandenen Kundenstammes oder langfristiger Geschäftsverträge erfahren⁴⁶. Im Zusammenhang mit Cash Flow-orientierten Transaktionen spielt die Organisation des Betriebsablaufes in einem Unternehmen eine wichtige Rolle. Je transparenter ein Unternehmen organisiert ist, um so leichter ist es, die Auswirkungen Cash Flow-beeinflussender Änderungen zu prognostizieren.

Die Größenstruktur ist von untergeordneter Bedeutung, da sich auch in Großunternehmen/Konzernen Bereiche finden, die im Zuge von Umstrukturierungsmaßnahmen verselbständigt werden können und somit neben den Klein- und Mittelunternehmen ein Reservoir darstellen.

Rechtsrahmen

Bei der Betrachtung des Rechtsrahmens sind Aspekte des Wettbewerbsrechts, des Steuerrechts sowie des Arbeits-/Sozialrechts zu berücksichtigen⁴⁷.

Das Wettbewerbsrecht kann dazu führen, daß Auflagen von Kartellbehörden den Verkauf bestimmter Unternehmensbereiche von Konzernen/Großunternehmen nach erfolgten M&A-Transaktionen vorschreiben. Dieser könnte gegebenenfalls in Form eines MBO erfolgen⁴⁸. Gewisse Impulse für die Entwicklung des Buy-out-Marktes könnte eine Wettbewerbspolitik geben, die darauf abstellt, mittelständische Unterneh-

45 So Groeben, F. Graf von der: 3i Gesellschaft für Industriebeteiligungen mbH, Frankfurt, in der 147. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 2. Juni 1989 in Bochum.

46 Beim MBO von Dienstleistungsunternehmen sind in der Regel die Abschreibungsmöglichkeiten eingeschränkt, da der Kaufpreis wegen der kaum vorhandenen Aktiva vor allem auf den Firmenwert entfällt. Gerade in den USA und zunehmend auch in Großbritannien zeigt sich dagegen eine stärkere Orientierung hin zu „cash-flow-based“-Transaktionen.

47 Vgl. Arbeitsunterlagen zum Seminar „Praxis des Unternehmenskaufs“ (10. 6. 1988, Düsseldorf), S. 131–165; Gandessen, H.: Rechtliche Aspekte des Management-Buy-Out, in: Wertpapier-Mitteilungen, 43. Jg., Nr. 6/1989, S. 201–209, hier S. 204 f.

48 Ein Beispiel ist der Fall Grundig/Philips/Loewe Opta, vgl. Gatermann, M./Klein, R.: a. a. O., S. 251.

44 Vgl. CMBOR: The Centre for Management Buy-Out Research, April 1990, S. 21.

men zu erhalten und dem Aufkauf durch Großunternehmen entgegenzuwirken. Damit könnte der Nachfolgeregelung durch MBOs als Alternative zum Verkauf an Dritte eine Chance eingeräumt werden. Allerdings dürfte im Zuge der Harmonisierungstendenzen innerhalb der EG eher damit zu rechnen sein, daß Aufkauf und Zusammenschluß von Unternehmen erleichtert werden, um die Schaffung wettbewerbsfähiger Einheiten auch auf größeren Märkten zu ermöglichen.

Das Steuerrecht spielt insbesondere dann eine wichtige Rolle, wenn die Transaktion sehr stark fremdfinanziert und der Zwang zu umfangreicher Cash Flow-Generierung groß ist (siehe auch die oben erwähnte Verteilung des Kaufpreises). Auch dürfte die zunächst beschlossene Änderung des § 34 EStG, nämlich Veräußerungsgewinne wie Normalgewinne zu versteuern, dazu geführt haben, daß noch zum halben Steuersatz Unternehmensverkäufe, auch in Form von MBOs, in verstärktem Umfang vorgenommen wurden. Inzwischen ist die im Juli 1988 beschlossene Änderung des § 34 EStG (Veräußerungsgewinne bis DM 2 Mio. = 50% des Steuersatzes, bis DM 5 Mio. = 67% des Steuersatzes und über DM 5 Mio. = 100% des Steuersatzes) dahingehend berichtigt worden, daß Veräußerungsgewinne über DM 30 Mio. dem vollen Steuersatz unterliegen, darunter dem halben Satz. Diese ab 1990 geltende Änderung wird auch für die Manager wieder etwas vorteilhafter, die sich später selbst evtl. in der Position des Unternehmensverkäufers befinden sollten. Die Zunahme der MBO-Transaktionen aufgrund der ab 1990 geltenden Änderung des § 34 EStG hat gezeigt, daß der zukünftigen steuerlichen Behandlung der Veräußerungserlöse aus Unternehmensverkäufen eine besondere Bedeutung zukommt. Hier liegt offensichtlich ein erhebliches Anreizpotential für die MBO-Interessenten, das bei entsprechender Nutzung den MBO-Markt stärker in Bewegung versetzen könnte.

Aus dem arbeits-/sozialrechtlichen Bereich soll auf die Auswirkungen des § 613a BGB (Betriebsübergang) und die Mitbestimmungsgesetzgebung eingegangen werden. § 613a BGB regelt, daß im Falle des Verkaufs eines Betriebsteiles der Erwerber in die bisher bestehenden Arbeitsverhältnisse und deren Ausgestaltung eintreten muß, so daß z. B. eine aufgrund des Betriebsübergangs ausgesprochene Kündigung unwirksam ist. Ein weiterer Aspekt betrifft kollektivrechtliche Vereinbarungen zwischen altem Arbeitgeber und den Arbeitnehmern (z. B. über die betriebliche Altersversorgung), für die ein einjähriger Bestandsschutz zu beachten ist. Diese Vorschriften gelten zwar auch für andere Formen des Unternehmensverkaufs, doch ist der MBO gegen solche Störungen aufgrund der höheren Fremdfinanzierung besonders anfällig⁴⁹.

Die in der Bundesrepublik Deutschland stark ausgebauten Mitbestimmungsvorschriften haben ebenfalls Einfluß auf die Durchführung von MBOs⁵⁰. Da in den meisten Satzungen mitbestimmter Unternehmen festgelegt ist, daß bestimmte Geschäfte – der Verkauf einer Tochtergesellschaft oder eines Unternehmensbereichs fallen üblicherweise hierunter – der Zustimmung des Aufsichtsrates bedürfen, kann die Durchfüh-

49 Vgl. Arbeitsunterlagen zum Seminar „Praxis des Unternehmenskaufs“ (10. 6. 1988, Düsseldorf), S. 131–165; *Gondessen, H.*: a. a. O., hier S. 204 f.; *Holzappel, H.-J./Pöllath, R.*: Recht und Praxis des Unternehmenskaufs, 3. Aufl., 1988, S. 244–271.

50 Im Gegensatz zur amerikanischen Unternehmensverfassung der Corporation, in der bei der Zusammensetzung des „board of directors“ keine Beteiligung der Arbeitnehmer vorgesehen ist, schreibt das deutsche Betriebsverfassungs- bzw. Mitbestimmungsgesetz zwingend vor, daß bei der GmbH mit mehr als 500 Beschäftigten – bei der AG und der KGaA sogar ohne eine solche Untergrenze – der Aufsichtsrat zu einem Drittel aus Arbeitnehmervertretern bestehen muß (§§ 76, 77 BetrVerfG). Wird bei Kapitalgesellschaften die Arbeitnehmerzahl von 2000 überschritten, so muß der Aufsichtsrat sogar zur Hälfte mit Arbeitnehmervertretern besetzt sein.

rung eines geplanten MBOs (der möglicherweise schon zwischen Vorstand und dem als Käufer fungierenden Management des Unternehmensbereichs vereinbart wurde) zu Fall gebracht werden, wenn es den Arbeitnehmern gelingt, die Zustimmung des Aufsichtsrates zu verhindern.

Die kurz skizzierten Bereiche des Arbeits- und Sozialrechtes machen deutlich, daß diese Vorschriften auf der einen Seite die Arbeitnehmer vor möglichen Benachteiligungen im Falle eines Unternehmensverkaufs schützen wollen. Dem stehen die Interessen des Managers gegenüber, der ein Unternehmen erfolgreich zu führen bzw. nach einem MBO möglichst rasch aus der kritischen Anfangsphase herauszubringen hat. Unter diesem Blickwinkel sind weitreichende arbeits-/sozialrechtliche Vorschriften für MBOs eher hinderlich.

7.2.2 Informationsstand/Know-how

Dem Informationsstand und dem Know-how der Buy-out-Beteiligten über diese Form des Unternehmensverkaufs und ihre Möglichkeiten kommt eine große Bedeutung zu. Nach Einschätzung des Arbeitskreises sind deutsche Unternehmer (Verkäufer) und deutsche Manager (Käufer) noch nicht ausreichend darüber im Bilde, wie MBOs eingesetzt werden können und welche Möglichkeiten sie im Vergleich zu anderen Alternativen bieten. Haben sich die Unternehmen und/oder Manager grundsätzlich zur Durchführung einer solchen Transaktion entschlossen, so gibt es zur Zeit in der Bundesrepublik Deutschland noch zu wenig Berater und Spezialisten, die sich ausreichend mit MBOs auskennen und vor allem darauf verstehen, die kaufenden Manager gegebenenfalls davon zu überzeugen, daß beispielsweise ein Beteiligungsangebot externer Investoren fair ist⁵¹. Gerade die Überwindung oftmals psychologischer Hürden innerhalb sehr kurzer Abwicklungszeiträume ist entscheidend und verlangt Fingerspitzengefühl. Dazu gehört insbesondere auch die Frage, wie hoch der Eigenkapitalanteil und der Entscheidungsspielraum der Manager im Vergleich zu dem der Investoren/Kreditinstitute ausfallen sollte.

Des weiteren ist es Aufgabe der MBO-Berater/-Spezialisten, als „neutrale Verhandler“ zu fungieren, um so die Gefahr von Loyalitätskonflikten des MBO-interessierten Managements gegenüber dem Eigentümer zu vermeiden und auf diese Weise ein Verbleiben im Unternehmen auch nach einem Scheitern der Verhandlungen zu ermöglichen. Um die Wissenslücken über MBOs zwecks Abbau von „Schwellenängsten“ bei Eigentümern, Managern und Financiers auszufüllen und Transaktionen erfolgreich durchführen zu können, sind demnach mehr fachlich und psychologisch kompetente Berater und Spezialisten erforderlich. Hier könnte die Einschaltung erfahrener, vor allem anglo-amerikanischer Beratungsfirmen dazu führen, daß zur Zeit noch vorhandene Beratungslücken geschlossen und die deutschen Buy-out-Berater und -Financiers durch diese Konkurrenz gezwungen werden, Know-how-Defizite weiter abzubauen.

7.2.3 Finanzierungsmöglichkeiten

Im Bereich der Eigenkapitalbeschaffung ist festzustellen, daß die Aktienfinanzierung in der Bundesrepublik Deutschland wesentlich weniger Bedeutung besitzt als in den USA

51 So *Groeben, F. Graf von der*, in der 147. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 2. Juni 1989 in Bochum.

oder Großbritannien. Vor allem bei kleineren und mittleren Unternehmen ist die Aktiengesellschaft als Rechtsform kaum anzutreffen. Zwar gibt es auch bei uns neben der Stammaktie das Instrument der Vorzugsaktie, doch ist die Palette der auf unterschiedliche, vor allem Kapitalgeberinteressen bezogenen Varianten nicht vergleichbar mit der in den angesprochenen Ländern. Ebenso ist die Zahl individueller (im Gegensatz zu institutionellen) Eigenkapitalgeber (noch) verhältnismäßig gering.

Neben den auch auf MBOs spezialisierten Kapital- oder Unternehmensbeteiligungsgesellschaften kämen als Eigenkapitalgeber auch Versicherungsgesellschaften in Frage. Diese haben inzwischen die Möglichkeit, sich nicht nur mit ihrem freien Vermögen, sondern auch in begrenztem Umfang mit ihrem gebundenen Vermögen an MBOs durch Erwerb von GmbH-Anteilen, nicht-börsennotierten Aktien, stillen Beteiligungen oder Genußscheinen zu engagieren⁵². Die direkte, d. h. nicht über zwischengeschaltete Fonds vorgenommene Eigenkapital-Beteiligung individueller Investoren ist in der Bundesrepublik Deutschland zur Zeit noch von untergeordneter Bedeutung.

Die Kreditfinanzierung (Senior Debt) von MBOs kann für die Bundesrepublik Deutschland als unproblematisch charakterisiert werden, da die mit dieser Finanzierungsform und ihren Risiken vertrauten Kreditinstitute in ausreichender Zahl zur Verfügung stehen. Sie konkurrieren mit Versicherungsgesellschaften, soweit diese über erstrangig abzuschließende Schuldscheindarlehen auch MBOs finanzieren. Der Begebung von Anleihen zur MBO-Finanzierung stehen hauptsächlich zwei Hindernisse im Wege: Das mit diesen Anleihen verbundene Risiko steht der notwendigen staatlichen Genehmigung gemäß § 795 BGB entgegen. Ferner erreichen die meist kleineren bis mittleren MBO-Transaktionen nicht das notwendige Mindestemissionsvolumen von DM 10 Mio. Nennbetrag.

Mit nachrangigem Fremdkapital (Subordinated Debt) soll die Finanzierungslücke zwischen Eigenkapital und Senior Debt geschlossen werden. In der Bundesrepublik Deutschland zählen hierzu in erster Linie nachrangige Darlehen der Gesellschafter, Verkäufer und Banken sowie Genußscheine; letztere bieten vielfältige Ausgestaltungsmöglichkeiten⁵³ und bedürfen keiner staatlichen Genehmigung⁵⁴. Bei diesen Finanzierungsformen erforderliche Rangrücktritte werden durch eine überdurchschnittliche Verzinsung und/oder durch festgelegte Wandel- oder Optionsrechte auf Eigenkapitalanteile (interessant im Falle eines going public) kompensiert. Solche Darlehen sind derzeit aber nicht handelbar, da ihre Verbriefung wiederum am § 795 BGB scheitert. Die strengen Vorschriften des § 795 BGB sind auch der Grund dafür, daß es in der Bundesrepublik Deutschland bislang keine „junk bonds“ gibt. Ob sich die geplante Aufhebung des § 795 BGB auf die Entwicklung des mezzanine-Marktes in der Bundesrepublik Deutschland positiv auswirken wird, ist fraglich, da eine alternative Begebung von Auslandsanleihen sich häufig durch niedrigere Emissionskosten im Vergleich zur Bundesrepublik Deutschland auszeichnet. Somit dürfte trotz voraussichtlich erleichterter Emissionsbedingungen dieser Kostenfaktor einer Belebung des Marktes für Inlandsanleihen weiterhin im Wege stehen⁵⁵. Diese hätte in erster Linie für

größere MBOs gegolten, da anzunehmen ist, daß die bislang verhältnismäßig kleinen Finanzierungsvolumina der durchgeführten MBO-Transaktionen in der Bundesrepublik Deutschland auch ohne die Möglichkeiten eines entwickelten mezzanine-Marktes dargestellt werden konnten.

Dem deutschen Markt wäre zu wünschen, daß verstärkt MBO-Fonds auch für individuelle Investoren angeboten werden, um diesen so eine indirekte MBO-Beteiligung zu ermöglichen.

Die Maßnahmen im Bereich der Innen-/Folgefanzierung, die für die USA und Großbritannien angesprochen wurden, finden auch in der Bundesrepublik Deutschland nach Durchführung eines MBO Anwendung. Unterschiede in den Auswirkungen auf die Finanzierung können sich in erster Linie aufgrund voneinander abweichender, gesetzlicher Rahmenbedingungen (vor allem im Steuerrecht) ergeben.

7.2.4 Desinvestment-Möglichkeiten

Desinvestment-Möglichkeiten („exit routes“) bestehen für MBOs hauptsächlich im Gang an die Börse – im Bereich des „Marktes mit amtlicher Notierung“ sowie des „Geregelten Marktes“ für mittlere Unternehmen –, im Verkauf an andere Unternehmen oder in einem erneuten MBO.

Bei stark fremdfinanzierten Übernahmen spielen die Desinvestment-Möglichkeiten insofern eine wichtige Rolle, als der Verkaufserlös aus einem „going public“ von vornherein bei der Finanzierung bzw. der Schuldentilgung mit einbezogen werden kann. Das Vorhandensein eines effizienten Aktienmarktes kann zur Überwindung psychologischer Hürden beim kaufenden Management beitragen. Die Bedenken bezüglich des hohen persönlichen Risikos könnten durch die Möglichkeit eines verhältnismäßig problemlosen Verkaufs der Anteile an der Börse reduziert werden. Die Aussichten für einen „exit“ durch Verkauf an andere Unternehmen dürften in der Bundesrepublik Deutschland zur Zeit verhältnismäßig gut sein, da viele potentielle Käufer über umfangreiche Liquiditätsreserven verfügen.

Wichtig für eine positive MBO-Entwicklung im Rahmen der Desinvestment-Möglichkeiten ist eine noch größere Akzeptanz der Rechtsform der AG sowie des Aktienmarktes. Dabei bietet gerade die Rechtsform der AG für MBOs Vorteile. So können Eigenkapitalgeber leichter ersetzt werden. Die Möglichkeit zu Teilverkäufen über die Börse erlaubt es den Managern, einen Teil der Wertsteigerung ihres Unternehmens zu realisieren, ohne daß sie ihre Kapitalmehrheit und damit Selbständigkeit aufgeben müßten. Was die Bedeutung des deutschen Aktienmarktes als mögliche „exit route“ betrifft, so besteht hier noch Nachholbedarf im Vergleich zur Situation in USA und Großbritannien, auch wenn in den letzten Jahren eine durchaus positive Entwicklung zu beobachten ist, getragen in erster Linie durch die große Zahl von Neuzulassungen sowie die Einrichtung und zunehmende Akzeptanz des Geregelten Marktes.

7.2.5 Einstellung zu MBOs

Die Beurteilung von bzw. Einstellung zu MBOs ist in engem Zusammenhang mit dem Informationsstand zu diesem Komplex zu sehen. Die Bereitschaft deutscher Manager, das Risiko des Kaufs „ihres“ Unternehmens auf sich zu nehmen, ist im allgemeinen weniger ausgeprägt als die ihrer amerikanischen oder auch britischen Kollegen. Zudem

52 Vgl. Peltzer, M.: Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufes, in: Der Betrieb, 40. Jg., Heft 19, S. 973–978, hier S. 975.

53 Weiterführende Literaturhinweise in: Heigl, A.: Genußrechte, in: Die Unternehmung, 43. Jg., Nr. 3/1989, S. 160–172.

54 Vgl. Palandt-Thomas, Bürgerliches Gesetzbuch, 46. Aufl., 1987, § 795, RZ 3.

55 Vgl. Beyer, H.-J.: Überlegungen zur Abschaffung der §§ 795/808 a BGB – Nachlese zur Anhörung im Bundesjustizministerium, in: Der Langfristige Kredit, 40. Jg., Heft 14, Juli 1989, S. 16–18, hier: S. 16.

wird der Verkauf von Unternehmen dadurch erschwert, daß bei deutschen Unternehmern traditionell die Sicherung der unternehmerischen Selbständigkeit Vorrang hat vor einer eher gewinnorientierten Betrachtung des Unternehmens als eine von mehreren Anlagemöglichkeiten.

In der Verkaufsbereitschaft deutscher Unternehmensinhaber ist jedoch bereits ein Wandel festzustellen. So ist die Einstellung, daß die Kinder den Betrieb auf jeden Fall von ihren Eltern übernehmen sollen, nicht mehr so ausgeprägt wie früher. Die jüngere Unternehmergeneration ist auch eher bereit, ein Unternehmen mit dem Ziel zu kaufen, es kurz- bis mittelfristig günstig wieder zu veräußern.

Die zur Zeit noch zurückhaltende Einstellung der Banken zu MBOs läßt sich daran erkennen, daß sie ihre Rolle als Eigenkapitalgeber bislang eher passiv als aktiv verstehen.

Die Einstellung wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger in der Bundesrepublik Deutschland zu MBOs ist zur Zeit als neutral zu charakterisieren. Der Grund dafür liegt sicher darin, daß ein Meinungsbildungsprozeß über eine grundsätzliche, gesamtwirtschaftliche Beurteilung von MBOs noch nicht in Gang gekommen ist. So wäre es nützlich, eine stärkere Diskussion um die Möglichkeiten und Chancen von MBOs bei der Nachfolgeregelung und zur Erhaltung der mittelständischen Wirtschaftsstruktur zu führen.

Auch sollte stärker auf die bestehenden Möglichkeiten des Einsatzes öffentlicher Förderungsmaßnahmen (z. B. Mittelstandsprogramme) bei MBOs hingewiesen werden. Allerdings ist grundsätzlich eine vom Markt getragene, nachhaltigere Entwicklung der MBO-Bedingungen (u. a. über eine verstärkte Information sowie eine steigende Zahl durchgeführter Transaktionen) einer staatlichen Förderung vorzuziehen, zumal diese kurzfristig auch wieder entfallen oder geändert werden kann.

Summary

Buy-outs and MBOs in particular underwent a rapid development during the last decade in the USA and the UK as well. In comparison Germany's buy-out-scene has to be characterized as less developed concerning number and size of deals. The aim of the working group was to find out which conditions are most important for the growth of a buy-out-market and which steps could and should be taken to improve these conditions. One of the results of the study is that a market-driven-development should be preferred to that supported by direct governmental subsidies.